

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Vulnerabilidade Externa Estrutural da Economia  
Brasileira no Período 2003-2008**

LEANDRO GOMES DA SILVA  
Matrícula: 105045420

ORIENTADOR: Prof. Dr. Reinaldo Gonçalves

JANEIRO DE 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

## **Vulnerabilidade Externa Estrutural da Economia Brasileira no Período 2003-2008**

---

LEANDRO GOMES DA SILVA  
Matrícula: 105045420  
E-mail: leandrogomes.ie@uol.com.br

ORIENTADOR: Prof. Dr. Reinaldo Gonçalves  
E-mail: reinaldogoncalves1@gmail.com

JANEIRO DE 2010

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor*

## **Agradecimentos**

Agradeço em especial ao professor Reinaldo Gonçalves não somente pelo seu apoio, sugestões e orientação do trabalho, mas também pela oportunidade de ter sido seu aluno em uma das melhores disciplinas que cursei no Instituto de Economia.

Agradeço a minha família, pelo eterno suporte, compreensão e paciência.

A todos os amigos do IE, que promoveram durante anos um ótimo ambiente de convívio, com muito estudo, muitas discussões e bastante diversão. Faço referência especial a dois irmãos que encontrei na faculdade, Thiago de Holanda e Bruno Botafogo.

A todos os membros do DEFARMA (BNDES), que foram importantes em minha formação e me permitiram conviver em um excelente ambiente de trabalho. Agradeço em especial a Luciana Capanema, Carla Reis e João Paulo Pieroni, pessoas com as quais trabalhava diretamente e conseqüentemente pude aprender mais e desenvolver uma relação de amizade ainda maior.

A meus amigos de outras épocas e lugares que foram fundamentais ao longo de tantos anos e são tão importantes em minha vida.

Agradeço a todos os professores do Instituto de Economia, que tanto me ensinaram e permitiram a realização do sonho de me tornar um economista, após quatro anos de um curso pelo qual me apaixonei desde a primeira aula.

Agradeço em especial as professoras Maria Lúcia Werneck, Denise Lobato e Lúcia Kubrusly, com as quais pude trabalhar e me divertir, e tanto marcaram minha graduação.

## **Resumo**

Durante a maior parte do período 2003-2008, o cenário internacional se mostrou favorável, com altas taxas de crescimento do PIB mundial, do comércio internacional e do fluxo internacional de capitais. Ao longo do ano de 2008, esse cenário é alterado. O Brasil não aproveitou o cenário positivo para reduzir sua vulnerabilidade externa estrutural, que permanece elevada.

Esse trabalho, em primeiro lugar, tem por objetivo analisar a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileiro nesse período, com base em alguns indicadores. Para isso são revisados os conceitos de restrição externa, vulnerabilidade externa e vulnerabilidade externa estrutural além de suas interações para, posteriormente, ser feita a análise da evidência empírica.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>CAPÍTULO I – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....</b>	<b>9</b>
I.1 - RESTRIÇÃO EXTERNA.....	9
<i>I.1.1- Tese do Ciclo Endógeno.....</i>	<i>9</i>
<i>I.1.2 - Falhas e Problemas da Tese do Ciclo Endógeno.....</i>	<i>11</i>
I.2 – A IMPORTÂNCIA DAS EXPORTAÇÕES .....	14
I.3 – ESPECIALIZAÇÃO EXTERNA .....	16
I.4 – CONCEITUAÇÃO DE VULNERABILIDADE EXTERNA ESTRUTURAL .....	19
<b>CAPÍTULO II – EVIDÊNCIA EMPÍRICA.....</b>	<b>22</b>
II.1 - AS EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS NO PERÍODO 2003-2008.....	22
II.2 - PADRÃO DE ESPECIALIZAÇÃO INTERNACIONAL .....	29
II.3 - PASSIVO EXTERNO .....	32
<b>III - CONCLUSÃO .....</b>	<b>39</b>
<b>BIBLIOGRAFIA:.....</b>	<b>41</b>
<b>ANEXO 1 .....</b>	<b>44</b>

## INTRODUÇÃO

Ao analisar os processos de crescimento econômico e desenvolvimento, nota-se a restrição externa como uma limitação ao crescimento. Para viabilizar o financiamento do desenvolvimento os países buscam obter mais divisas através do fluxo internacional de capitais e/ou do fluxo internacional de mercadorias e serviços.

Portanto, para financiar o desenvolvimento os países aumentam sua interação com a economia mundial. Esse fato altera a capacidade de resistência a choques externos, ou seja, afeta a vulnerabilidade externa de cada país. Quanto maior a vulnerabilidade externa menor a capacidade de resistência a fatores desestabilizadores e maior a dependência de um cenário internacional favorável para viabilizar o crescimento econômico.

As reformas de liberalização e desregulamentação alteram a vulnerabilidade externa (estrutural), pois a retirada de barreiras a propagação de fatores desestabilizadores torna as economias nacionais mais sujeitas as condicionalidades da economia internacional. O processo de globalização financeira é um exemplo, pois nota-se um aumento do fluxo internacional de capitais, e da mobilidade do capital. Esse processo afeta negativamente a vulnerabilidade externa estrutural de economias subdesenvolvidas e mais dependentes do fluxo internacional de capitais.

O fluxo internacional de mercadorias e serviços também afeta a vulnerabilidade externa (estrutural), e a própria dependência do fluxo financeiro. Quanto maior a participação de produtos primários, que possuem baixa elasticidade preço e elevada volatilidade preço, mais alta é a instabilidade da receita de exportação e conseqüentemente maior a vulnerabilidade externa estrutural na esfera comercial.

No período 2003-2008 o cenário internacional se mostrou favorável até o ano de 2008, quando ocorre a reversão do ciclo de expansão iniciado em 2003. Ao longo desses anos o PIB mundial, o comércio internacional e o fluxo internacional de capitais cresceram em ritmo acelerado. Esse fato torna os anos estudados uma oportunidade para a redução da vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira.

Neste contexto, o tema central deste trabalho é analisar a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira de 2003 a 2008. Como objetivos gerais deste estudo estão a exposição do conceito de restrição externa e a análise das possibilidades de relaxamento da restrição de divisas pelo fluxo internacional de mercadorias e serviços e pelo fluxo internacional de capitais, assim como suas implicações sobre a vulnerabilidade externa (estrutural).

A hipótese de pesquisa é que o Brasil apresenta alta vulnerabilidade externa estrutural. O Brasil não aproveitou o cenário internacional favorável para aumentar sua capacidade de resistência a fatores desestabilizadores e choques externos e permanece exposto as condicionalidades da economia internacional.

Do ponto de vista da estrutura, esta monografia está dividida em dois capítulos e mais uma seção conclusiva, onde são apresentados os pontos mais importantes do trabalho e avaliada a hipótese de pesquisa. O capítulo um apresenta a fundamentação teórica para dar suporte na análise da evidência empírica a ser realizada no capítulo dois, no qual é estudada a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira abordando o padrão das exportações, as perspectivas de inserção internacional e o passivo externo.



## **CAPÍTULO I – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

Este capítulo tem por objetivo apresentar a fundamentação teórica para dar suporte na análise da evidência empírica a ser realizada no capítulo seguinte, no qual será estudada a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira a partir do padrão das exportações, das perspectivas de inserção internacional no sistema mundial de comércio e do passivo externo.

Desse modo será exposto o conceito de restrição externa, e analisada as possibilidades de relaxamento da restrição de divisas através do fluxo internacional de mercadorias e serviços e do fluxo internacional de capital. Posteriormente serão estudadas as implicações sobre a vulnerabilidade externa estrutural.

### **I.1 - Restrição Externa**

Ao longo dos processos de crescimento dos países em desenvolvimento, nota-se o desequilíbrio do balanço de pagamentos como um fator de interrupção do desenvolvimento, caracterizando uma restrição de divisas ao processo de acumulação. Todos os países não emissores de moeda de circulação internacional estão sujeitos a restrição externa como limitante da expansão econômica (MEDEIROS E SERRANO, 1999). Nesse contexto, as economias nacionais precisam reduzir suas taxas de crescimento para permitir o ajuste das contas externas.

#### **I.1.1- Tese do Ciclo Endógeno**

A tese do ciclo endógeno argumenta que a restrição de divisas pode ser superada através do fluxo de capital. Segundo Tavares (1978, p.124-132.), uma economia com atividade econômica em expansão incentiva a entrada de capital, pois o crescimento econômico promove rentabilidade ao capital investido. Dessa forma, o processo de crescimento não esbarraria em restrição externa, dado que taxas consideráveis de crescimento sempre atrairiam capitais que buscassem rentabilidade. Através, tanto do ingresso de capital “produtivo” (IED, Investimento Externo Direto), como via

endividamento externo, que viabilizasse outros tipos de gastos, mesmo investimentos por parte dos Estados Nacionais. Aqui deve ser feita uma ressalva, é necessário para isso, que esta economia tenha atingido níveis mínimos de industrialização, superando a incipiência do setor de bens de capital. Um país que não possua um setor de bens de capital minimamente estruturado, terá uma grande, senão integral, parcela do ingresso de divisas desviado para as importações.

A persistente entrada de capitais, reflexo do dinamismo do mercado interno, seria capaz de compensar eventuais déficits da balança comercial e de serviços, esta última, consequência da entrada de capital em períodos anteriores. Esses déficits, mesmo mais acentuados conforme a intensidade da fase ascendente do ciclo, seriam compensados pela entrada de capital, que também seria maior conforme a intensidade do crescimento. Assim, mesmo com o poder de compra das exportações estagnado ou declinante, o suprimento de crédito pelos fornecedores, o reinvestimento dos lucros e o ingresso de capitais de risco viabilizariam as importações, desde que, é claro, o dinamismo econômico fosse mantido<sup>1</sup>.

Nesse enfoque é afastada a possibilidade de os serviços da dívida externa e as remessas de lucros comprometerem a capacidade de importar. Uma economia que já atingiu níveis mínimos de diversificação industrial na balança comercial, apenas teria pressão sobre as importações na fase ascendente do ciclo de investimento. Justamente quando há aumento do aporte de recursos externos e redução da saída de divisas sob o título de transferências ou remessas de lucros. Na fase descendente do ciclo a saída na conta de serviços seria compensada pela redução das importações de bens de capital. Assim, há uma endogenização da restrição de balanço de pagamentos.

Entretanto, segundo Medeiros e Serrano (2001), é quando a rentabilidade das aplicações de capital estrangeiro é reduzida, que este aumenta a pressão por maiores remessa e amortizações e por juros da dívida superiores a entrada bruta de capital. Logo, caso as importações não respondam em velocidade e intensidade exata para o ajuste do balanço de pagamentos, ou então produzam déficits apenas moderados, abri-se a

---

<sup>1</sup> Tal raciocínio pode ser verificado ao tratar do caso brasileiro na segunda metade da década de 1970, Tavares (1978) afirma: “Estamos, pois, no melhor dos mundos possíveis, já que a crise internacional se mantém e o Brasil ainda é o país com as melhores perspectivas de crescimento a curto e longo prazo!” (p.130).

possibilidade de uma “crise de estabilização”. Isto pode causar o interrompimento da expansão e/ou requerir tanto intervenções junto ao FMI, quanto a geração temporária de superávits em conta corrente antes da fase ascendente seguinte.

### **I.1.2 - Falhas e Problemas da Tese do Ciclo Endógeno**

É fundamental o questionamento da sustentabilidade (solvência) de uma economia em processo de expansão com déficit em transações correntes. Tal questionamento sucede da possibilidade do passivo externo crescer exageradamente, entrando em uma trajetória explosiva.

Cabe destacar que esse problema transcende a forma específica de ingresso do capital estrangeiro ter ocorrido via dívida externa ou IED. O ponto central é que quanto maior a massa de capital externo, maiores serão seus serviços financeiros, e assim maior será a absorção de recursos provenientes das exportações para seu financiamento, reduzindo a capacidade de importar. Caso a restrição das importações atinja os bens de capital, maior será a limitação a trajetória de desenvolvimento (PREBISCH, 1949). Financiar, sistematicamente, o ajuste do balanço de pagamentos com capitais externos, compromete o equilíbrio de longo prazo, pois o aumento do passivo externo líquido<sup>2</sup> eleva os custos dos serviços financeiros do capital.

Nessa perspectiva, como a fonte última de fluxo de caixa em divisas para o pagamento do passivo externo são as exportações, o indicador de sustentabilidade passa a ser a evolução da relação passivo externo líquido e exportações. O passivo externo líquido é tratado como uma dívida “rolada” e paga uma determinada taxa de juros que incide sobre ele. Logo, a diferença entre o crescimento das exportações e a “taxa de juros” do passivo externo líquido determina sustentabilidade de um processo de expansão com déficit em transações correntes.

---

<sup>2</sup> É apropriado definir formalmente o conceito de passivo externo líquido. Segundo Simonsen e Cysne (1995), o passivo externo líquido é o “Saldo devedor dos empréstimos contraídos pelo país no exterior – Saldo credor dos empréstimos concedidos pelo país ao exterior + Estoque de capitais estrangeiros de risco investidos no país - Estoque de capitais nacionais de risco investidos no exterior + Saldo das obrigações a curto prazo do país com o exterior – Saldo das reservas internacionais” (p.92).

Domar (1950)<sup>3</sup> demonstra que se a taxa de crescimento das exportações fica constantemente abaixo da taxa de juros, mesmo com um pequeno, porém sistemático, déficit comercial, a relação passivo externo/exportações crescerá sem limite e será necessário em algum momento a promoção de superávit comercial para estabilizar o crescimento do passivo externo.

Pode-se observar, que do ponto de vista da sustentabilidade, a diferença essencial entre o financiamento através do endividamento ou da absorção de IED se dará basicamente pelo custo dos pagamentos efetuados.

Uma forma apropriada de observar a sustentabilidade de expansão com déficit em conta corrente, é o indicador déficit em transações correntes/exportação. Um benefício desse indicador é que ele também reflete aumentos de volumes e de coeficiente de importação. No entanto ele apresenta alta volatilidade.

Cabe aqui fazer uma importante diferenciação entre desequilíbrio de estoque do passivo externo líquido e crise financeira e cambial. O desequilíbrio pode resultar em restrição externa ao crescimento de uma economia, e não mais do que isso. Todavia crises cambiais e financeiras são provocadas por crise de solvência e liquidez. Quando os credores decidem subitamente não renovar os compromissos vencidos em determinado período, ocorre uma fuga de divisas e o consumo predatório das reservas internacionais. Nessa perspectiva, o perfil do passivo externo ganha importância, e a diferença, entre o financiamento através de dívida de curto prazo, de longo prazo ou IED, emerge. Capitais de curto prazo comprometem de forma mais nítida a sustentabilidade financeira externa e elevam o risco de uma crise de liquidez. Evidentemente, quanto maior a parcela de déficit financiada por investimento direto, menor o risco.

Um bom indicador de fragilidade financeira é a razão entre o passivo externo de curto prazo e as reservas internacionais. Quando essa relação se torna alta, qualquer interrupção dos fluxos de capitais, reflexo de decisões de não refinanciamento de dívidas a vencer no curto prazo, pode detonar um ataque especulativo. Majorado pelas

---

<sup>3</sup> Medeiros e Serrano (2001) *apud* Domar (1950).

expectativas de desvalorização e de *défaul*t, em pouquíssimo tempo, as reservas internacionais podem ser consumidas.

No que concerne a sustentabilidade dos passivos, deve-se destacar que à medida que esses se expandem, a menos que haja situações inusitadas, podem ser reprimidos por desvalorizações cambiais, ou então por redução do ritmo de crescimento, e, conseqüentemente, de importações, incorrendo, neste último caso, em restrição de balanço de pagamentos.

Neste momento, deve-se fazer uma nova ressalva, há considerável independência entre os problemas de solvência e liquidez, ainda que esses elementos não sejam mutuamente exclusivos. A taxa de câmbio e a taxa de juros são os dois mecanismos principais de transmissão desses problemas. Isto ocorre, pois para um investidor estrangeiro, a rentabilidade de um investimento é dada pelo diferencial de taxa de juros, doméstica e externa, pela valorização cambial e pelo risco associado ao país receptor<sup>4</sup>. Em um regime de câmbio flexível, no instante da decisão do investimento a valorização ou desvalorização cambial não é conhecida, assim a expectativa de desvalorização é embutida no custo de capital. Quando o diferencial de taxa de juros é grande o suficiente para cobrir os outros dois elementos, há ingresso de capitais de curto prazo. Esse ingresso de divisas altera a taxa de câmbio e afeta negativamente a competitividade das exportações, fragilizando a relação déficit em transações correntes/exportações. Tal depreciação aumenta a necessidade de políticas restritivas para ajustar o balanço de pagamentos. A cada ciclo de aperto monetário, novos fluxos de capitais de curto prazo ingressam, contribuindo para mais fragilizações da estrutura do passivo. Essa sistemática pode levar à crise cambial, ou caso se torne crônica, a um crescimento com significativo viés antiexportador, e marcado pela trajetória de *stop-and-go*. Segundo Medeiros e Serrano (2001), controles de capitais se mostram historicamente eficientes para conter esses problemas.

As questões trabalhadas acima corroboram que elevados fluxos de capital não constituem, sozinhos, uma solução consistente para os problemas de sustentabilidade. Não são capazes de compensar a elevação das importações e dos serviços financeiros provenientes de seu ingresso. De tal forma, a tese do ciclo endógeno não é apenas

---

<sup>4</sup> Sendo exigido um “prêmio” de risco, para compensar a incerteza associada à capacidade de pagamento do país em questão.

incapaz de promover a superação da restrição externa no longo prazo, como ainda pode fragilizar o passivo externo, aumentando a vulnerabilidade externa (estrutural), e deixando a economia mais suscetível a crises cambiais. Caso sejam adotadas medidas de liberalização dos fluxos de capitais do balanço de pagamentos essa situação é agravada, o país fica ainda mais exposto a alterações no cenário internacional e se consolida a fragilidade do setor exportador (MEDEIROS, 2008).

Nessa seção tentou-se comprovar que uma estratégia de relaxamento de longo prazo da restrição de divisas passa inevitavelmente pelo comportamento das exportações. E a importância de que apresentem crescimento capaz de compensar os custos do desequilíbrio de estoque do passivo externo líquido sobre a conta de rendas e serviços do balanço de pagamentos.

## **I.2 – A Importância das Exportações**

Na análise econômica as importações são tratadas como uma função do nível de produto e renda doméstica, as economias nacionais apresentam um coeficiente de importação. As exportações são função da renda do “resto do mundo”, fator esse que as torna “autônomas” em relação ao nível de produto doméstico.

Segundo Medeiros e Serrano (2001), a exportação por ser uma das fontes de expansão da demanda agregada tem, constantemente, sua importância confundida pela literatura econômica. Essa afirmação pode ser compreendida quando observado o debate de crescimento liderado pelas exportações ou pelo mercado interno. Cria-se uma polarização entre as duas, colocando-as como excludentes, e subestima-se a importância das exportações para o relaxamento da restrição externa.

Nas palavras dos autores:

“Contemporaneamente, em diversas teorias e interpretações sobre o desempenho econômico comparativo dos países, a relação entre exportações e crescimento econômico, longe de apresentar a clareza da desenvolvida por Prebisch, constitui-se

um tema extremamente polêmico e não raro apresenta-se de forma obscura.” (p.105)

O crescimento é classificado como liderado pelas exportações quando a demanda externa é o principal componente da demanda final, e classificado como liderado pelo mercado interno, quando os gastos autônomos, em especial o investimento, lideram a expansão, nesse caso as exportações são consideradas resíduos da expansão interna.

Entretanto, na literatura sobre crescimento, o caráter autônomo do investimento é uma fonte de muita discussão, assim como a importância do gasto improdutivo (SERRANO, 2001). No processo de acumulação, o investimento é (inteiramente) induzido pelo nível e taxas de crescimento dos componentes da demanda final classificados como gastos improdutivos. Dessa forma o investimento que cria capacidade produtiva, é, no longo prazo, condicionado pela expansão dos gastos improdutivos<sup>5</sup>. Vale ressaltar que o aumento do gasto autônomo pode ter sido decorrência de um incremento das exportações, e assim, a conseqüente expansão do investimento não terá sido motivada, inicialmente, pelo mercado interno. Essa possibilidade chama atenção para o fato de se classificar como crescimento liderado pelas exportações, a expansão da participação das exportações na demanda final um equívoco. Via mecanismo acelerador do investimento e multiplicador, a participação das exportações na demanda final pode não se alterar, mesmo sendo elas as responsáveis pela acumulação, e líderes do crescimento. Assim o crescimento do investimento apesar de “caracterizar” um crescimento pelo mercado interno é na verdade fruto de expansão das exportações, situação denominada crescimento liderado pelas exportações.

Nesse contexto é importante abordar a importância da implantação do setor produtor de meios de produção. No âmbito do mercado interno, esse setor aumenta o efeito multiplicador dos gastos autônomos, pois impede o “transbordamento” do efeito multiplicador, elevando o dinamismo do mercado doméstico e fortalecendo o crescimento liderado pelo mercado interno. O segundo fator é a redução da propensão marginal a importar. Mesmo com um crescimento da taxa de investimento, a tendência

---

<sup>5</sup> Via mecanismo acelerador do investimento ou supermultiplicador. Ver Freitas e Serrano (2007).

de aumento das importações é atenuada ou até mesmo anulada, restringindo os riscos de desequilíbrios das contas externas. Logo, um país que não possui um setor de produção de meios de produção, para viabilizar crescimento do mercado interno, precisa promover as exportações, caso contrário todo aumento da demanda final estará sujeito a esbarrar em restrição de divisas. A classificação de crescimento liderado pelas exportações fica mais restrita a países pequenos que não conseguem incorporar etapas das diversas cadeias produtivas, apresentando assim alto coeficiente de importação.

Fica nítido que a classificação de crescimento liderado pelas exportações ou pelo mercado interno usualmente negligencia a importância das exportações para o deslocamento da restrição externa. Torna-se mais correto pensar em crescimento do mercado interno acompanhado do crescimento das exportações do que colocá-los como duas alternativas antagônicas, pelo menos para os países em desenvolvimento.

### **I.3 – Especialização Externa**

Como demonstrado acima, as exportações são essenciais para o equilíbrio de longo prazo do balanço de pagamentos, fato esse que torna a pauta exportadora relevante para sobrepor os riscos de restrição externa e minorar os efeitos da vulnerabilidade externa<sup>6</sup>.

Isso ocorre, pois na visão estruturalista, desenvolvida por Prebisch (1949, 1951), há uma queda da demanda relativa de bens primários em detrimento dos produtos industrializados. Prebisch argumentava que a elasticidade renda de produtos primários era baixa, e que depois de superar um determinado nível, aumentos na renda não geravam significativo crescimento da demanda, enquanto a elasticidade renda de bens industriais era alta e não sofria redução após transpor algum patamar definido. Isso significa que no longo prazo, a taxa de crescimento da demanda e das exportações de produtos primário é inferior a taxa de crescimento da renda mundial e da demanda por produtos industrializados<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> A conceituação de vulnerabilidade externa será feita adiante.

<sup>7</sup> Carvalho e Silva (2005) fazem uma análise sobre o comércio internacional no período 1961-2002.



Nas palavras de Prebisch (1951):

“à medida que a renda real *per capita* ultrapassa certos níveis mínimos, a demanda de produtos industriais tende a crescer mais do que de alimentos e outros produtos primários. Não obstante, a situação dos países menos desenvolvidos é muito distinta da dos centros, pois estes importam produtos primários de menor elasticidade-renda da demanda do que a dos artigos industriais que a periferia importa do centro. Para crescer sua renda real, os países periféricos necessitam importar bens de capital cuja demanda cresce com esta renda, ao mesmo tempo em que a elevação do nível de vida se manifesta em intensa demanda de importações de grande elasticidade que tendem a crescer mais do que a renda”. (p. 271)

Gonçalves (2008) descreve:

“No caso dos alimentos ocorre a chamada lei de Engel: a participação relativa dos gastos com alimentos no gasto total diminui com o aumento da renda dos consumidores. E, no caso das matérias-primas agrícolas (borracha, couro, etc.) e dos metais, o progresso técnico implica crescente substituição de produtos com elevado conteúdo de recursos naturais por produtos sintéticos”. (p. 21)

Dessa forma, a especialização regressiva<sup>8</sup> comprometeria o ajuste de longo prazo das contas externas, pois as importações cresceriam mais que as exportações. Conforme o processo de desenvolvimento fosse avançando, esse país sofreria déficit da balança comercial e restrição externa em potencial<sup>9</sup>.

Medeiros e Serrano (2001) afirmam que este é argumento suficiente para justificar a implantação de um processo de industrialização e desconstroem alguns “mitos” sobre a análise de Prebisch. Argumentam que a validade da tese não depende da

---

<sup>8</sup> Inserção no comércio internacional como exportador de produtos primário e importador de produtos com alto conteúdo tecnológico.

<sup>9</sup> A especialização em produtos primários apresenta outros problemas ao desenvolvimento econômico além dos referentes às contas externas. Para uma síntese ver Gonçalves (2008, p.21-27).

depreciação dos termos de troca, porém alertam que caso ela ocorresse à restrição externa seria agravada, e que não há a necessidade do mecanismo acontecer da forma específica explicada por Prebisch. Demonstram ainda que a defesa da industrialização não é uma proposta anticomércio, e sim que sua razão primordial é justamente a expansão das exportações, para elevar a capacidade de importar. O argumento a favor da industrialização da periferia não define modalidade específica para isso, via modelo de substituição de importação, esse modelo foi desenvolvido devido a circunstâncias históricas do pós-guerra. Tais quais, a política agrícola protecionista européia, e ao padrão dinâmico estado-unidense, exportador de produtos primários, ao contrário do britânico, importador de matérias primas. Nesse contexto os países periféricos não tinham como expandir sua capacidade de importar, dada pelas exportações. Era necessária à redução do coeficiente de importações, para que, mantendo o volume das importações, fosse possível aos países latino americanos alcançarem níveis maiores de produto e conseqüentemente de emprego. Possibilidades de aumento das exportações deveriam ser aproveitadas e ajudariam ao desenvolvimento da periferia.

Outro problema da especialização retrógrada é a baixa elasticidade preço da demanda dos produtos primários. Pequenos aumentos da quantidade exportada exigem grandes reduções de preços. Segundo Gonçalves (2008), este fato é mais evidente em economias onde a maior parcela dos residentes já teve suas necessidades básicas, principalmente alimentação, satisfeitas.

Mesmo para uma economia que não seja importadora de produtos de alto conteúdo tecnológico<sup>10</sup>, mas que seja exportadora de produtos primários, ou que caminhe nessa direção, a questão da especialização retrógrada se mantém relevante. O argumento das elasticidades continua válido, pois essa economia, com o avanço do processo de desenvolvimento, irá, naturalmente, elevar suas importações. Porém suas exportações crescem a taxas decrescentes no longo prazo, gerando uma demanda por importações superior a sua capacidade de importar. Para que isso não ocorra, são possíveis dois cenários. No primeiro, essa economia deve crescer menos do que o

---

<sup>10</sup> Suponha que no início da trajetória de expansão, essa economia ainda seja importadora e exportadora de produtos primários. Conforme o avanço do desenvolvimento, devido à baixa elasticidade renda da demanda por produtos primários e alta elasticidade renda da demanda de bens de maior conteúdo tecnológico, as importações perderão o caráter primário. Esse processo será mais intenso quanto maior a velocidade do crescimento. Caso as exportações se mantenham formadas por produtos primários, o processo de desenvolvimento poderá ser abortado.

mundo, pois assim, mesmo com a elasticidade renda da demanda de produtos primários baixa, o diferencial de crescimento poderia compensar o aumento da necessidade de importar. Entretanto isso condenaria esse país a uma taxa de crescimento inferior a internacional, e comprometeria o processo de desenvolvimento em si, impedindo essa economia de fazer o *catch up*<sup>11</sup>. O segundo caso consiste em reduzir o coeficiente de importações, para adequar suas importações a capacidade de importar, caso contrário não haverá ajuste de longo prazo das contas externas, incorrendo em restrição de balanço de pagamentos.

Outra característica dos produtos primários é a forte oscilação de preços que estão sujeitos<sup>12</sup>, aumentando os riscos da especialização regressiva da pauta exportadora. Usualmente em fases de ascensão do ciclo de crescimento internacional, os preços variam positivamente (PREBISCH, 1949), relaxando a restrição externa e alargando a capacidade de importar, mesmo que se mantenha constante o *quantum* exportado<sup>13</sup>. Nesse contexto, as fases ascendentes do ciclo internacional permitem, para um dado coeficiente de importação, níveis mais altos de produto e emprego, se configurando como indutoras do crescimento. Todavia fases descendentes do ciclo apresentam os efeitos opostos, sendo inibidoras do crescimento e colocam o cenário de restrição de divisas como um empecilho em potencial ao desenvolvimento. Nessa perspectiva o desenvolvimento de países exportadores de produtos primários é condicionado pelo cenário internacional, estando sistematicamente sujeitos a restrição externa, sua trajetória de crescimento é marcada pelo *stop-and-go*.

#### **I.4 – Conceituação de Vulnerabilidade Externa Estrutural**

Apesar do aumento das exportações apresentar o efeito positivo de relaxar a restrição de divisas, viabilizando o financiamento do desenvolvimento, possui o efeito negativo de aumentar a dependência do país da dinâmica econômica internacional. Esse

---

<sup>11</sup> Cenário que se configura como restrição de divisas.

<sup>12</sup> Devido basicamente a homogeneidade dos produtos primários e da elevada concorrência internacional (GONÇALVES, 2008).

<sup>13</sup> Fases de expansão internacional também apresentam aumentos no *quantum* demandado de produtos primários, apesar de ser a taxas menores que dos produtos industriais, devido ao argumento das elasticidades já explicado. Essa combinação se configura, inicialmente, atraente para países exportadores de produtos primários, pois suas exportações, em valor, sofrem um salto.

fato eleva a vulnerabilidade externa estrutural, que por sua vez é determinada pelo padrão de inserção internacional que essa economia apresenta.

Segundo Filgueiras e Gonçalves (2007), “a vulnerabilidade externa é a capacidade de resistência a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos.”, p.35.

Os elementos destacados anteriormente como comprometedores do ajuste do balanço de pagamentos, tanto do ponto de vista dos fluxos de capitais quanto do de mercadorias, são os responsáveis pela vulnerabilidade externa estrutural.

Filgueiras e Gonçalves (2007) descrevem:

“A vulnerabilidade externa estrutural decorre das mudanças relativas ao padrão de comércio, eficiência do aparelho produtivo, do dinamismo tecnológico e da robustez do sistema financeiro nacional. A vulnerabilidade externa estrutural é determinada, principalmente, pelos processos de desregulamentação e liberalização nas esferas comercial, produtivo-real, tecnológica, monetário-financeira das relações econômicas internacionais do país. Ela é, fundamentalmente, um fenômeno de longo prazo.” (p. 35)

No que concerne a vulnerabilidade externa estrutural na esfera comercial, ela se expressa através do padrão de inserção no sistema mundial de comércio. Determinado pelo padrão das exportações<sup>14</sup>, de seu preço, sua distribuição geográfica e do volume exportado.

Economias que possuem grande parcela de sua pauta exportadora concentrada em produtos primários apresentam maior dependência da dinâmica macroeconômica internacional, como demonstrado acima<sup>15</sup>. Esses produtos apresentam maior volatilidade preço, o que reduz a capacidade da economia resistir a choques desestabilizadores. A baixa elasticidade preço das exportações contribui para isso, pois

---

<sup>14</sup> O padrão das exportações é determinado tanto pelo *quantum* como pelo valor das exportações concentrados em alguma categoria de produtos.

<sup>15</sup> Essa situação será mais grave caso além da especialização em produtos primários, haja concentração em um conjunto de poucos produtos.

para as exportações responderam a estímulos de expansão é necessário uma queda acentuada dos preços. Mais um fator que contribui para o aumento da vulnerabilidade externa é o volume das exportações, quanto maior a participação das exportações no produto, maior a vulnerabilidade externa da demanda agregada. O último elemento que determina a vulnerabilidade externa estrutural na esfera comercial é a distribuição geográfica das exportações. Países com a pauta exportadoras concentradas em poucos destinos apresentam maior vulnerabilidade externa.

O processo de globalização é acompanhado por reformas de liberalização e desregulamentação. Estas reformas ao retirar obstáculos à propagação de fatores desestabilizadores elevam a vulnerabilidade externa, contribuindo negativamente para o crescimento e o desenvolvimento econômico (REZENDE, 2008).

Segundo Bauman *et al* (2004, p.230) os efeitos do processo de globalização são assimétricos, sendo possível falar em “vulnerabilidade unilateral”. Um país apresenta vulnerabilidade unilateral quando é muito sensível a eventos externos e sofre de forma significativa as consequências de alterações do cenário mundial, entretanto os eventos internos desse país têm efeitos nulos ou quase nulos sobre o sistema econômico internacional.

Em um cenário de maior integração entre a dinâmica economia doméstica e internacional, a superação dos problemas referentes à vulnerabilidade externa é primordial para a sustentação do processo de desenvolvimento.

## **CAPÍTULO II – EVIDÊNCIA EMPÍRICA**

O segundo capítulo desse trabalho tem como objetivo analisar a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira de forma empírica. Para tanto, serão analisados o comportamento das exportações, as perspectivas de inserção e o passivo externo brasileiro.

### **II.1 - As Exportações Brasileiras no Período 2003-2008**

No período 2003-2008 o cenário internacional se mostrou favorável para a economia brasileira. Em meados de 2008 ocorre a reversão do ciclo de expansão iniciado em 2003. Nesse período as taxas de crescimento econômico e do comércio internacional foram relativamente elevadas e tiveram impacto positivo sobre o crescimento brasileiro, tanto do Produto Interno Bruto, quanto das exportações. Outra característica desse período foi a enorme liquidez internacional e o acúmulo de grandes reservas internacionais por parte dos bancos centrais de todo o mundo<sup>16</sup>.

Nesse contexto, contas externas brasileiras se apresentaram positivas no período analisado, acompanhadas de significativo aumento das reservas internacionais por parte do Banco Central do Brasil. As reservas saltaram de um patamar próximo de US\$ 38 bilhões em meados de 2002 para US\$ 200 bilhões em junho de 2008<sup>17</sup>.

No ano de 2008, as exportações brasileiras apresentaram crescimento de 228% sobre o ano de 2002. Entretanto, ao analisar o padrão das exportações, observa-se uma tendência a especialização regressiva da economia brasileira. A participação de produtos básicos, em valor, aumentou em detrimento da participação dos produtos manufaturados e semimanufaturados, como mostra a tabela 1.

---

<sup>16</sup> Ver Filgueiras e Gonçalves (2007, p.33-59).

<sup>17</sup> Dados do Banco Central. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p&id=ecoimphist>. Acesso em 26 de Junho de 2009.

Tabela 1

Participação Percentual em Valor - Segundo Categoria de Produtos				
Ano	Básicos	Semimanufaturados	Manufaturados	Não Classificados
2002	28,06%	14,83%	54,71%	2,39%
2003	28,94%	14,95%	54,32%	1,79%
2004	29,51%	13,89%	54,96%	1,64%
2005	29,30%	13,47%	55,14%	2,09%
2006	29,23%	14,17%	54,44%	2,16%
2007	32,12%	13,57%	52,25%	2,06%
2008	36,89%	13,68%	46,82%	2,61%

Fonte: Funcex.

Elaboração própria.

O crescimento da exportação de produtos básicos foi maior que o crescimento das exportações de bens semimanufaturados e manufaturados. Pode-se verificar também, que a taxa de crescimento da exportação de produtos básicos apresentou maior volatilidade do que a taxa de crescimento das exportações das demais categorias, e conseqüentemente do total exportado.

A tabela 2 evidencia que as exportações de produtos básicos apresentaram maior volatilidade<sup>18</sup> do que as exportações de semimanufaturados, que por sua vez oscilaram mais que as exportações de produtos manufaturados.

Tabela 2

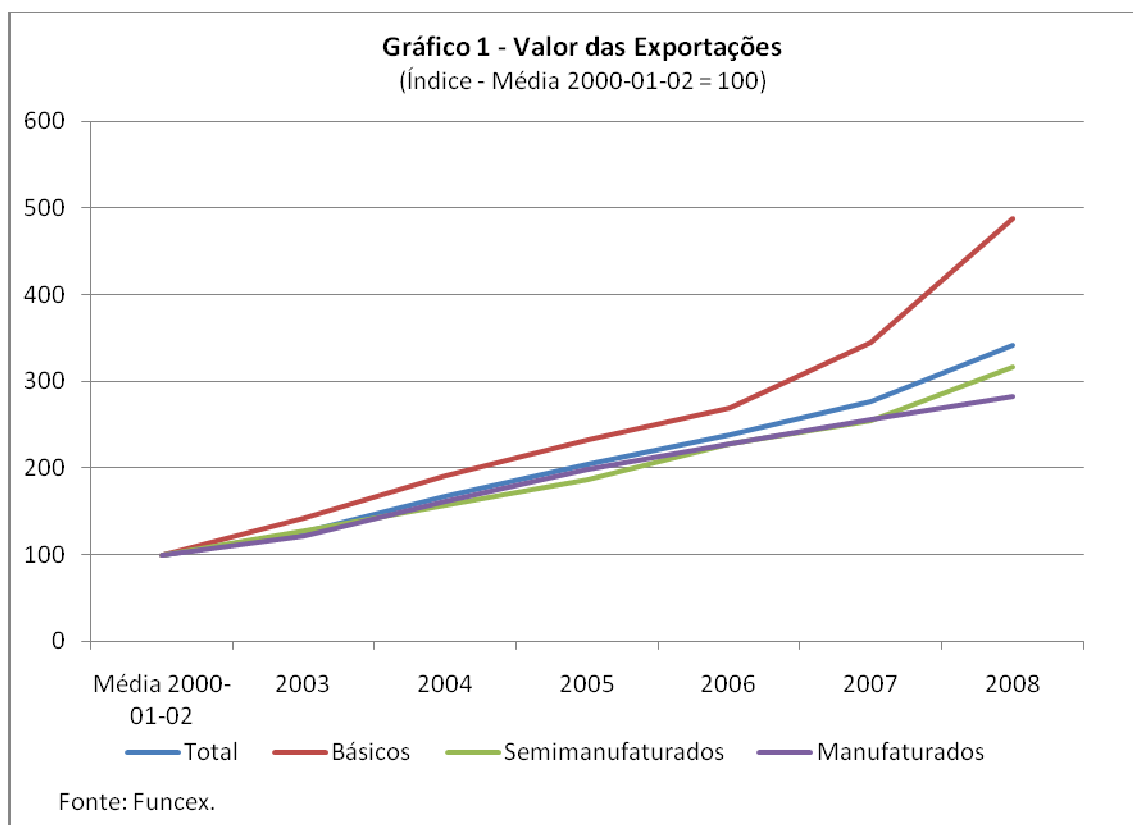
Valor das Exportações (2003-2008)				
	Total	Manufaturados	Semimanufaturados	Básicos
Taxa de crescimento médio anual (taxa geométrica)	21,86	18,74	20,22	27,55
Taxa média de crescimento anual (taxa aritmética)	21,97	18,99	20,30	27,82
Desvio Padrão da taxa média de crescimento anual	5,77	8,64	4,58	9,17
Coefficiente de variação	0,34	0,29	0,33	0,45

Fonte: Funcex.

Elaboração própria.

<sup>18</sup> Medida pelo coeficiente de variação.

O fato positivo, é que em todos os seis anos que compõem o período, as três categorias apresentaram crescimento, e, no ano de 2008, todas apresentaram crescimento superior a 100% sobre o ano de 2002. Naturalmente, o fator determinante foi a fase ascendente do ciclo internacional iniciado 2003 e que durou até meados de 2008.



A tendência de aumento da participação relativa dos produtos básicos propiciou maior volatilidade à pauta exportadora nacional. A volatilidade do preço das exportações de produtos manufaturados é inferior a de produtos semimanufaturados, que por sua vez é inferior a dos produtos básicos. Logo, como a participação de produtos com maior volatilidade preço aumentou no período estudado, a volatilidade preço das exportações brasileiras também aumentou, como mostra a tabela 3.



Tabela 3

## Preço das Exportações (2003-2008)

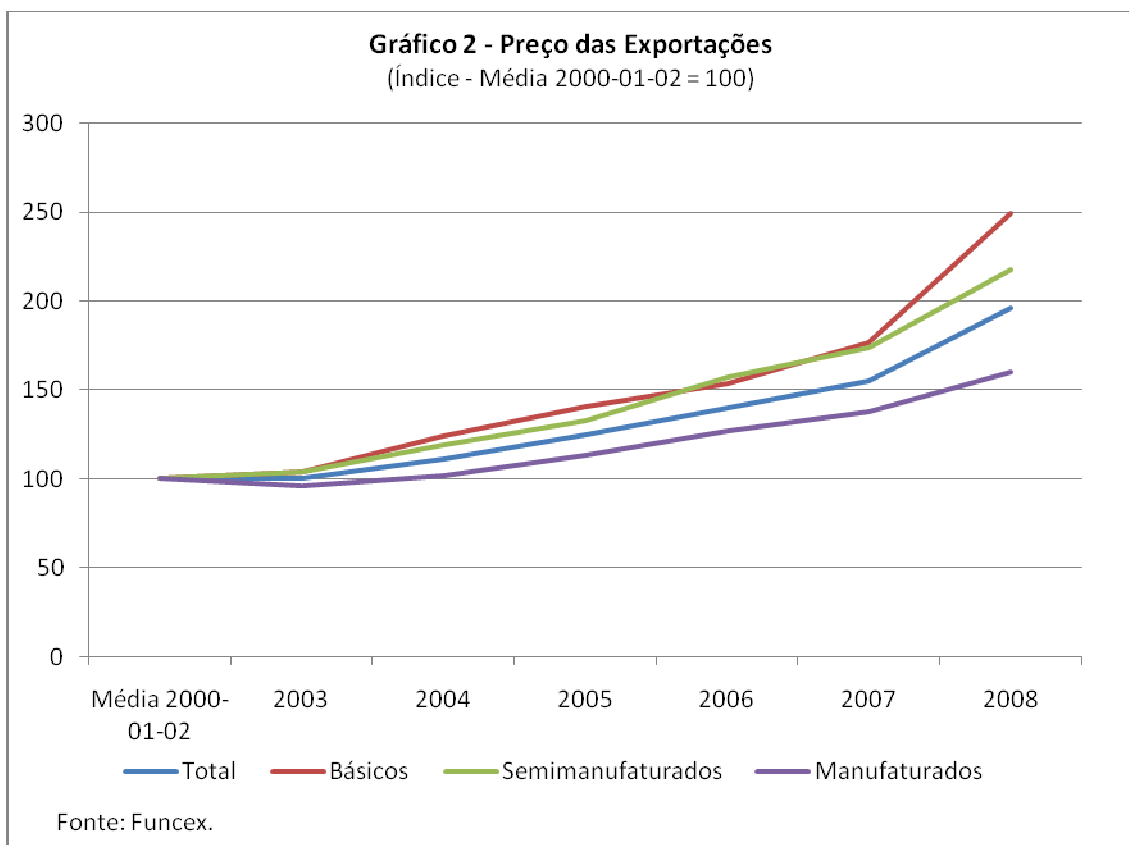
	Total	Manufaturados	Semimanufaturados	Básicos
Taxa de crescimento médio anual (taxa geométrica)	12,65	8,76	15,21	17,56
Taxa média de crescimento anual (taxa aritmética)	12,84	8,89	15,32	18,02
Desvio Padrão da taxa média de crescimento anual	7,19	5,81	5,59	11,86
Coefficiente de variação	0,25	0,20	0,28	0,32

Fonte: Funcex.

Elaboração própria.

No que concerne a volatilidade das taxas de crescimento do preço, a categoria manufaturados oscilou menos que o total exportado, que por sua vez oscilou menos que os produtos básicos.

Vale ressaltar que a volatilidade do preço dos produtos básicos foi 60% superior a dos produtos manufaturados. No caso das taxas de crescimento, o desvio padrão dos produtos básicos foi superior a duas vezes o dos produtos manufaturados. O gráfico abaixo ilustra a trajetória dos preços das exportações de acordo com a classificação adotada.



Ao analisar o *quantum* exportado, observa-se crescimento das três categorias em que foram divididas as exportações. O crescimento da exportação de produtos manufaturados foi superior ao crescimento das demais categorias e conseqüentemente das exportações totais. Esse fato expressa a maior elasticidade-renda do comércio mundial dos produtos manufaturados comparativamente aos produtos básicos.

Isso significa que a redução da participação, em valor, das exportações de produtos manufaturados, em detrimento da exportação de produtos básicos, ocorreu apenas pelo preço da primeira categoria de produtos ter apresentado crescimento inferior.

Tabela 4

*Quantum* Exportado (2003-2008)

	Total	Manufaturados	Semimanufaturados	Básicos
Taxa de crescimento médio anual (taxa geométrica)	8,18	9,18	4,36	8,49
Taxa média de crescimento anual (taxa aritmética)	8,42	9,71	4,42	8,60
Desvio Padrão da taxa média de crescimento anual	8,01	11,93	4,04	5,14
Coefficiente de variação	0,12	0,13	0,07	0,14

Fonte: Funcex.

Elaboração própria.

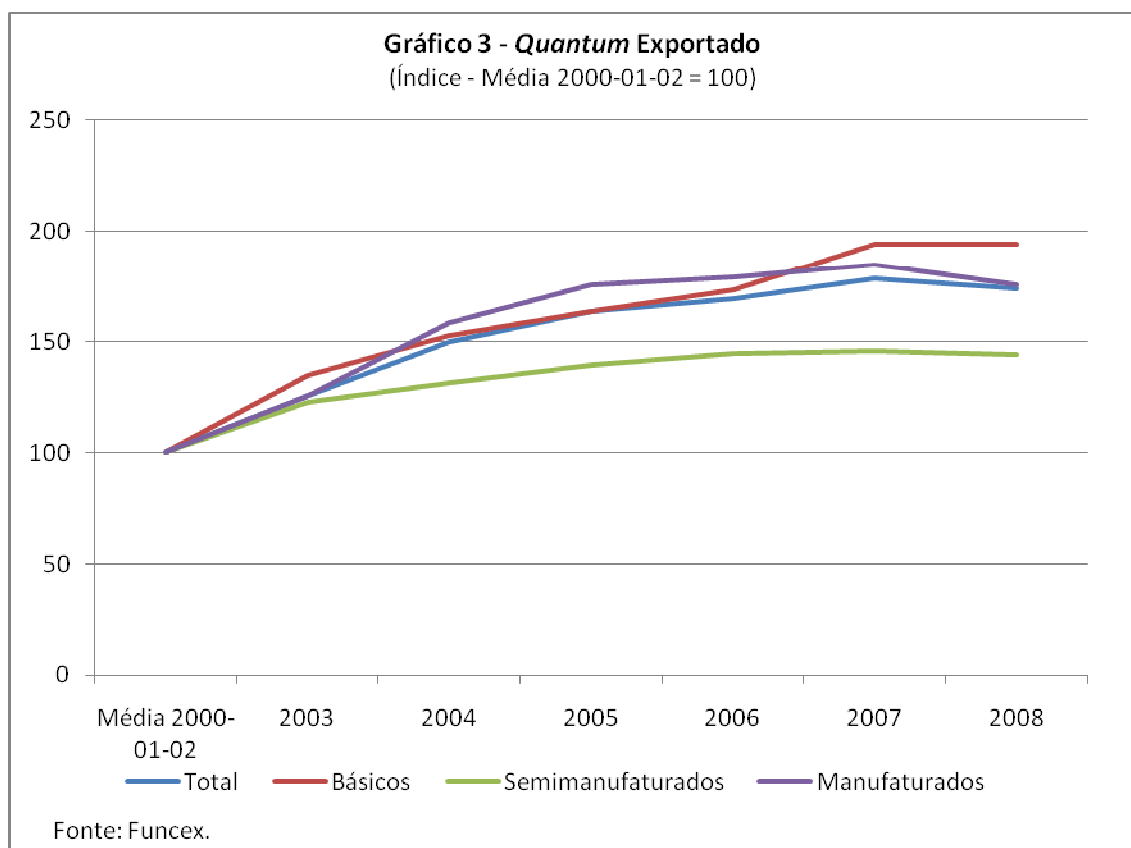
Entretanto, uma importante qualificação deve ser feita sobre a constatação anterior. Durante os primeiros três anos do período estudado, quando analisado pelo *quantum*, o crescimento das exportações de produtos manufaturados foi superior ao crescimento das exportações brasileiras. Todavia nos três anos seguintes apresentou crescimento inferior ao das exportações totais e um diferencial de crescimento ainda maior quando comparado com as exportações de produtos básicos. No ano de 2008, esta categoria de produtos apresentou contração de 5% frente ao crescimento de 0,2% das exportações de produtos básicos e a redução de 2,47% das exportações totais.

É esse o motivo do desvio padrão da taxa de crescimento das exportações de produtos manufaturados (tanto na análise por valor exportado quanto pelo *quantum*) ter sido maior que o desvio padrão da taxa de crescimento das exportações totais, a despeito de uma oscilação menor no crescimento do preço.

O crescimento do *quantum* exportado de produtos semimanufaturados foi inferior ao de produtos básicos e das exportações brasileiras, demonstrando que a queda de importância relativa, em valor, não foi fruto apenas de expansão do preço inferior a expansão do preço dos produtos básicos.

Isto significa que na segunda metade do período analisado a distribuição do *quantum* exportado contribuiu para o processo de especialização regressiva da economia brasileira.

Quando comparada com a média do triênio 2000-01-02, percebe-se que o *quantum* exportado de produtos básicos cresceu mais que o *quantum* exportado das demais categorias de produtos, como mostra o gráfico abaixo.



A persistência do fenômeno identificado na segunda metade do período estudado implica em maior perda de participação relativa dos manufaturados e semimanufaturados, em detrimento dos produtos básicos, nas exportações brasileiras.

Caso ocorra esta mudança de importância relativa, dois cenários podem ser traçados. O primeiro, com a manutenção dos preços internacionais, a participação

relativa das exportações de produtos básicos, em valor, continuaria crescendo, elevando a instabilidade da receita de exportação brasileira. O segundo, em que uma redução do preço dos produtos básicos impediria o aumento de sua participação relativa em valor. Entretanto este cenário se configura como pior do que o anterior, pois reduziria a receita de exportação brasileira dificultando o ajuste das contas externas.

A partir da década de 1990, a economia brasileira passou por fortes mudanças estruturais, como o processo de privatização, a abertura comercial e financeira<sup>19</sup>, acompanhadas de longo período sem política industrial, e processos de significativa apreciação cambial<sup>20</sup>. Ao extrapolar o período de análise desta monografia, observa-se uma piora do padrão de inserção internacional brasileiro<sup>21</sup>, assim como aumento de importância da agricultura no Produto Interno Bruto em diversos anos das últimas duas décadas<sup>22</sup>. Desta forma, surgem diversos questionamentos sobre a possibilidade de o Brasil enfrentar um processo de desindustrialização<sup>23</sup>, e até mesmo de especialização qualitativamente ruim dentre os produtos agrícolas<sup>24</sup>.

No que concerne a pauta exportadora brasileira, o período de análise desta monografia corrobora esta hipótese devido à crescente importância relativa dos produtos básicos em detrimento dos produtos manufaturados e semimanufaturados. Caso não ocorra a reversão desta tendência, a economia brasileira ficará relegada a uma inserção internacional de baixo dinamismo tecnológico, baseada na vantagem absoluta que possui em alguns produtos intensivos em recursos naturais.

## **II.2 - Padrão de Especialização Internacional**

Na tentativa de analisar as possibilidades futuras de inserção do Brasil no sistema mundial de comércio, optou-se por analisar os investimentos brasileiros em setores orientados para exportação.

---

<sup>19</sup> Para uma análise crítica do desempenho macroeconômico desde o início da década de 1990 ver Ono *et al* (2006) e Ferrari Filho e Paula (2006).

<sup>20</sup> Para uma discussão das implicações do nível da taxa de câmbio real sobre o crescimento ver Gala e Mori (2009).

<sup>21</sup> Ver Jaime Jr. e Rezende (2009).

<sup>22</sup> Ver Carvalho e Silva (2005).

<sup>23</sup> Ver Filgueiras e Gonçalves (2007, p.78-88), Ribeiro *et al* (2008), IEDI (2008), Nassif (2006).

<sup>24</sup> Ver Carvalho e Silva (2008).

Como *proxy* utilizou-se os desembolsos do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) nesses setores, e foi feita uma divisão conforme a intensidade de fatores. Uma vantagem de usar esse indicador é poder observar a postura adotada pelo governo federal ao longo do período, uma vez que o BNDES é o principal financiador de longo prazo da economia brasileira, e um importante instrumento de política industrial.

Para determinar os setores orientados para exportação utilizou-se a classificação da CNAE (2007)<sup>25</sup>. Os setores com coeficientes relativamente elevados (entre 20% e 30% da produção destinada ao mercado internacional) e muito elevados (acima de 40%) foram classificados como orientados para exportação. A eles foi somada a parcela dos desembolsos destinada a agropecuária, haja visto que essa atividade também pode ser classificada como orientada para exportação.

A tabela 5 mostra a participação dos setores orientados para exportação no total desembolsado pela instituição.

Tabela 5 - Participação dos Setores Orientados para Exportação

Desembolso dos setores Orientados para Exportação			
Ano	(a)	Desembolso Total (b)	(a)/(b)
2000	9.631	23.046	41,8%
2001	12.805	25.217	50,8%
2002	17.757	37.419	47,5%
2003	16.830	33.534	50,2%
2004	19.650	39.834	49,3%
2005	21.222	46.980	45,2%
2006	22.752	51.318	44,3%
2007	21.037	64.892	32,4%
2008	31.098	90.878	34,2%
Média	19.198	45.902	44,0%

Fonte: BNDES. Dados em R\$ milhões.

Elaboração própria.

<sup>25</sup> Foi utilizado como base o trabalho de Ribeiro *et al* (2008).

A tabela abaixo divide os desembolsos do BNDES de acordo com a intensidade de fatores<sup>26</sup> dos setores orientados para o mercado externo.

Tabela 6 - Divisão dos Desembolsos Segundo Intensidade de Fatores

Ano	Recursos Naturais	Escala	Engenharia e Tecnologia
2000	37,01%	18,82%	44,17%
2001	49,73%	14,27%	36,00%
2002	47,08%	7,61%	45,31%
2003	42,56%	7,47%	49,97%
2004	51,47%	5,08%	43,45%
2005	41,04%	8,25%	50,71%
2006	47,67%	10,98%	41,36%
2007	60,04%	17,31%	22,65%
2008	63,78%	11,95%	24,26%
Média	48,93%	11,30%	39,76%

Fonte: BNDES.

Elaboração própria.

Apesar de apresentar considerável volatilidade os dados permitem observar dois fatos. Nos anos recentes há uma tendência de aumento da participação relativa dos setores intensivos em recursos naturais<sup>27</sup> e que essa tendência é razoavelmente próxima a observada na análise sobre as exportações brasileiras por categoria de produtos.

Como os investimentos que afetarão a estrutura produtiva brasileira se iniciaram recentemente ou irão se iniciar em um futuro próximo optou-se por analisar também as aprovações<sup>28</sup> do BNDES nos anos 2007-08, como uma forma de entender o comportamento dos investimentos nos anos que se seguem<sup>29</sup>.

<sup>26</sup> A classificação das exportações por intensidade de fatores inclui os produtos intensivos em trabalho, entretanto após filtrar os financiamentos do BNDES em setores orientados para a exportação, essa categoria acabou excluída. Para essa classificação foi utilizado o trabalho de Ribeiro *et al* (2008).

<sup>27</sup> Essa tendência fica mais clara quando observada a participação dos setores intensivos em recursos naturais nos três triênios que os dados podem ser divididos. Nos anos 2000-01-02, 2003-04-05 e 2006-07-08 as médias foram respectivamente 44,6%, 45,02% e 57,16%.

<sup>28</sup> A etapa aprovação é a penúltima etapa do processo de financiamento do BNDES, na etapa seguinte, contratação, são realizados os desembolsos.

<sup>29</sup> As aprovações e as contratações apresentam alta taxa de confirmação.

Tabela 7 - Divisão das Aprovações Segundo Intensidade de Fatores

Ano	Recursos Naturais	Escala	Engenharia e Tecnologia
2007	58,19%	13,79%	28,02%
2008	63,42%	21,87%	14,70%

Fonte: BNDES.

Elaboração própria.

Nos anos de 2007 e 2008, observa-se que a participação dos setores intensivos em recursos naturais permanece acima da média de desembolsos no período 2000-08, superior também a média do triênio 2006-07-08, dando continuidade à tendência observada acima.

### II.3 - Passivo Externo

Ao estudar a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira é preciso analisar o passivo externo. No período de análise desta monografia observa-se um forte crescimento do passivo externo bruto (PEB) brasileiro, tendo superado a cifra de US\$ 1 trilhão em Junho de 2008<sup>30</sup>. Esse crescimento é acompanhado de elevação do passivo externo líquido (PEL) e do passivo externo de curto prazo (PECP).

A elevação do passivo externo implica em maiores remessas de divisas para fora do país, através de taxas, juros, lucros e serviços referentes ao passivo acumulado. Como o passivo externo líquido também apresentou elevação, o desequilíbrio tende a se elevar, uma vez que o aumento dos ativos brasileiros no exterior foi inferior a aquisição de ativos brasileiros por não-residentes. Ou seja, a saída de divisas proveniente do aumento do passivo externo bruto é superior ao ingresso de divisas derivada do aumento do ativo externo bruto. Esse fenômeno ao implicar maior saída (em termos líquidos) de divisas pela conta corrente dificulta o ajuste externo.

<sup>30</sup> Ver anexo 1.



Tabela 8 - Posição Internacional de Investimento - Valores Médios Anuais

US\$ milhões	PEB	PEL	PECP	RI
2002	353.964	241.186	54.455	38.731
2003	383.856	256.725	52.919	48.066
2004	412.774	271.751	60.998	50.962
2005	482.370	320.535	83.082	58.163
2006	551.419	350.175	122.802	70.432
2007	795.686	467.859	242.828	149.982
2008	873.524	465.766	286.350	199.084

Fonte: Banco Central. Disponível em

<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p&id=ecoimphist>. Acesso em 26 de Junho de 2009.

Elaboração própria.

Outro fato negativo associado ao período em questão foi o aumento do passivo externo de curto prazo. Em um cenário de pouco acesso a recursos internacionais um passivo externo de curto prazo mais elevado aumenta os riscos do país não conseguir cumprir seus compromissos e enfrentar problemas de curto prazo no balanço de pagamentos, como uma forte desvalorização cambial, com potencial para se tornar uma crise cambial.

Pode-se observar que as reservas internacionais (RI) do Brasil também apresentaram notável crescimento no período, diminuindo os riscos associados ao crescimento do passivo externo de curto prazo. Todavia, cabe a ressalva que ao longo de todo o período em questão, as reservas internacionais situaram-se abaixo dos compromissos de curto prazo da economia brasileira. De tal forma, caso se instaure um movimento de forte saída de capital, e o governo brasileiro opte por sustentar algum patamar para a taxa de câmbio, há o risco de queda abrupta das reservas internacionais, em um período de tempo relativamente curto, o que caracterizaria uma crise cambial (GONÇALVES, 2009).

Pode-se observar também, que de Junho a Dezembro de 2008<sup>31</sup>, ocorreu significativa redução do passivo externo, tanto bruto quanto líquido e de curto prazo. Essa redução do passivo externo foi acompanhada de queda apenas modesta das reservas internacionais. Entretanto esse fenômeno deve ser, predominantemente,

<sup>31</sup> As tabelas 15 e 16 presentes no Anexo I permitem um acompanhamento mais minucioso da evolução do passivo externo.

creditado a forte desvalorização nominal da taxa de câmbio ocorrida nos últimos meses de 2008.

A taxa de câmbio (R\$/US\$) média do mês de Junho foi de 1,62 e de 2,39 em Dezembro<sup>32</sup>. Segundo Gonçalves (2009), essa forte desvalorização cambial foi a maior da América Latina, e muito provavelmente do mundo, se caracterizando como uma evidência empírica da elevada vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira.

Observa-se que nos períodos de valorização da taxa de câmbio ocorre crescimento do passivo externo e nos períodos de desvalorização ocorre redução. A tabela 9 mostra o coeficiente de correlação entre variações percentuais da taxa de câmbio e variações percentuais do passivo externo bruto, líquido e de curto prazo<sup>33</sup>. Fica evidente a importância do componente cambial para explicar a evolução dos indicadores no período estudado.

Tabela 9

Coeficiente de Correlação Entre Variações Percentuais da Taxa de Câmbio Nominal e Variações Percentuais do:		
PEB	PEL	PECP
-0,80	-0,81	-0,67

Fonte: Banco Central e Ipeadata.  
Elaboração própria.

Para analisar o passivo externo foram utilizados dois indicadores tradicionais, um referente à solvência do passivo e outro referente à liquidez. Vale ressaltar, mais uma vez, que esses indicadores sofrem forte influência da taxa de câmbio, porém, como já dito, por serem indicadores tradicionais foram incluídos na análise.

<sup>32</sup> A taxa variou de 1,60 no dia 26 de Junho para 2,50 em 5 de Dezembro, uma desvalorização de aproximadamente 56%. Dados retirados do Ipeadata.

<sup>33</sup> Como foi utilizada a taxa de câmbio R\$/US\$, valorizações cambiais implicam em variação negativa, por isso o coeficiente de correlação observado é negativo. Ao esclarecer esse efeito, podemos constatar que valorizações cambiais apresentam correlação positiva com o crescimento do passivo externo, enquanto desvalorizações apresentam correlação positiva com a redução do passivo externo.

Tabela 10 - Indicadores de Solvência e Liquidez

Ano	Passivo Externo Líquido / Exportações	Passivo Externo de Curto Prazo / Reservas Internacionais
2002	3,99	1,41
2003	3,51	1,10
2004	2,81	1,20
2005	2,70	1,43
2006	2,54	1,74
2007	2,91	1,62
2008	2,35	1,44

Fonte: Banco Central e Ipeadata.

Elaboração própria.

Valores de referência em US\$.

A tabela 10 mostra que ao longo do período estudado o indicador de solvência (PEL/X) melhora, enquanto o segundo indicador (PECP/RI), mesmo apresentando oscilações, encontra-se no fim do período em patamar próximo ao do ano de 2002 e pior do que no ano de 2003. Percebe-se que o indicador de liquidez se beneficiou da política de compra de reservas internacionais por parte do Banco Central, pois esse indicador melhora a partir de 2007, ano em que a compra de reservas se intensificou.

Com o objetivo de minorar os efeitos dos movimentos de valorização e desvalorização da taxa de câmbio, diversos procedimentos foram realizados.

Os indicadores anteriores foram recalculados. Os valores trimestrais do passivo externo (líquido e de curto prazo) e das reservas internacionais foram convertidos em reais pela taxa de câmbio do último dia útil de cada período, em consonância com a metodologia do Banco Central. Posteriormente, foi calculada a média anual. As exportações brasileiras foram convertidas para real pela taxa de câmbio média do ano em questão.

Tabela 11 - Indicadores de Solvência e Liquidez

Ano	Passivo Externo Líquido / Exportações	Passivo Externo de Curto Prazo / Reservas Internacionais
2002	4,21	1,38
2003	3,42	1,10
2004	2,76	1,19
2005	2,65	1,42
2006	2,52	1,74
2007	2,81	1,62
2008	2,34	1,41

Fonte: Banco Central e Ipeadata.

Elaboração própria.

Valores de referência em Reais correntes.

Passivo médio anual.

Como mostra a tabela 11 apesar de assumirem valores distintos em diversos anos, os indicadores apresentam a mesma evolução constatada na tabela anterior.

Outro procedimento adotado foi dividir o valor médio anual do passivo externo, em reais<sup>34</sup>, pelo valor corrente do PIB<sup>35</sup>.

Tabela 12 - Posição Internacional de Investimento como Percentual do PIB

Ano	PEB/PIB	PEL/PIB	PECP/PIB
2002	74,33	50,31	11,37
2003	67,89	45,39	9,37
2004	61,10	40,20	9,02
2005	53,65	35,62	9,23
2006	50,29	31,94	11,20
2007	57,69	33,90	17,56
2008	56,32	29,43	18,42

Fonte: Banco Central e Ipeadata.

Elaboração própria.

A tabela 12 mostra que ao estimar o passivo externo como proporção do PIB, verifica-se relativa volatilidade dos indicadores, oscilando entre crescimento e redução, diferentemente do observado quando os dados foram tratados em valores absolutos. Observa-se que o passivo externo bruto e o passivo externo líquido apresentaram situação mais favorável em 2008, do que em 2002 e 2003. Todavia o passivo externo de

<sup>34</sup> O método utilizado foi o mesmo do caso anterior. Os valores trimestrais do passivo externo foram convertidos em real pela taxa de câmbio do último dia útil de cada período.

<sup>35</sup> A tabela 19 (anexo 1) mostra a posição internacional de investimento como proporção do PIB corrente em dólares. Os dados do passivo, em dólares, são calculados usando a média em Dezembro de t e (t-1).

curto prazo cresce substancialmente (como proporção do PIB), sugerindo que durante o período 2003-2008, piora o perfil do passivo externo brasileiro.

Ainda na tentativa de minorar os efeitos das variações da taxa de câmbio sobre os dados do passivo externo, optou-se por utilizar um índice de paridade de poder de compra. Primeiramente os valores referentes ao passivo externo foram transformados em reais pela taxa de câmbio do último dia útil de cada período, de acordo com a metodologia do Banco Central. Posteriormente os dados foram deflacionados pelo deflator implícito do PIB brasileiro para valores constantes de Março de 2002<sup>36</sup>. Por fim, os dados foram transformados em dólares de Março de 2002 (utilizando a taxa vigente<sup>37</sup>, e deflacionando-a pelo *Consumer Price Index*<sup>38</sup>). Dessa forma foi criado um índice de paridade de poder de compra, expressa em dólares constantes de Março de 2002. Os valores são apresentados na tabela 13.

Tabela 13 - Posição Internacional de Investimento - Valores Médios Anuais  
US\$ milhões constantes de Março de 2002

Ano	Passivo Externo Bruto	Passivo Externo Líquido	Passivo Externo de Curto Prazo
2002	460.670	311.895	70.492
2003	446.727	298.711	61.616
2004	427.922	281.567	63.173
2005	399.797	265.419	68.722
2006	399.828	254.069	88.943
2007	489.023	287.300	148.785
2008	527.512	276.414	172.557

Fonte: Banco Central.

Elaboração própria.

Após o exercício feito, verifica-se a elevação do passivo externo bruto ao longo do período estudado, refletindo o ingresso de capital estrangeiro no Brasil. Observa-se também que o passivo externo líquido apresentou queda na comparação do ano de 2008 com os anos de 2002 e 2003, se beneficiando do superávit em transações correntes na

<sup>36</sup> Foi escolhido o mês de Março de 2002, pois a análise do passivo externo iniciou-se no primeiro trimestre de 2002.

<sup>37</sup> Taxa de câmbio (R\$/US\$) de 2,3204

<sup>38</sup> Disponível em <http://data.bls.gov/cgi-bin/surveymost>. Acesso em 2 de Dezembro de 2009.

maioria dos anos abordados<sup>39</sup>. Entretanto o passivo externo de curto prazo cresce substancialmente. Em 2008, o passivo externo bruto e o passivo externo de curto prazo apresentaram crescimento respectivamente de 14,5% e 144,8% sobre o patamar de 2002. Esse fato reforça a hipótese levantada, de que ao longo dos anos estudados, piora o perfil do passivo externo brasileiro.

Por fim, utilizando conjuntamente dois procedimentos, estimou-se o passivo externo como proporção do Produto Interno Bruto, para dólares constantes de 2002, como mostra a tabela 14. Foram usados o deflator implícito do PIB brasileiro e o *Consumer Price Index* para converter o PIB para dólares constantes de 2002 (taxa média anual).

Tabela 14 - Posição Internacional de Investimento Como Proporção do PIB

Ano	PEB/PIB	PEL/PIB	PECP/PEB
2002	91,03	61,63	13,93
2003	85,67	57,28	11,82
2004	75,18	49,47	11,10
2005	65,91	43,75	11,33
2006	61,76	39,25	13,74
2007	70,10	41,18	21,33
2008	70,17	36,77	22,95

Fonte: Banco Central.

Elaboração própria.

As informações extraídas da tabela 14 seguem o mesmo padrão das evidências constatadas nas tabelas anteriores. Mais uma vez há evidencia de piora do perfil do passivo externo brasileiro, acompanhada de melhora do indicador referente ao passivo externo líquido.

O padrão observado sugere ter ocorrido melhora das condições gerais de solvência do passivo externo brasileiro, a despeito da piora em seu perfil.

<sup>39</sup> A tabela 18 (Anexo I) é uma extensão da tabela 12 para dados trimestrais. Ao comparar Dezembro de 2008 com Junho do mesmo ano, fica evidente o impacto que o processo de desvalorização de ativos, sofrido pela economia mundial no segundo semestre de 2008, exerceu sobre o passivo externo brasileiro.

### III - CONCLUSÃO

No período 2003-2008, a economia brasileira apresentou superávit em transações correntes em quase todos os anos, se beneficiando do forte crescimento do comércio internacional<sup>40</sup>, e da melhora dos termos de troca. Esse fato contribuiu positivamente para a evolução do principal indicador de solvência das contas externas. A ampla liquidez internacional, somado ao diferencial de juros oferecido pela economia brasileira permitiram que conta capital também fosse superavitária nos anos estudados. O superávit em transações correntes possibilitou que o ingresso de capitais fosse acompanhado de aumento das reservas internacionais, mantendo relativamente inalterado o tradicional indicador de liquidez, passivo externo de curto prazo / reservas internacionais.

Para a melhora das condições de solvência foi essencial o notável crescimento das exportações. Entretanto ao analisar o comportamento das exportações verificou-se uma tendência a especialização regressiva. O significativo crescimento do preço das exportações, foi um fenômeno basicamente conjuntural, promovido pelo crescimento dos preços cotados internacionalmente, visto que foi acompanhado de aumento da participação de produtos de menor valor agregado. As evidências sugerem que esse processo será mantido no futuro próximo. O aumento da instabilidade da receita de exportação aumenta a vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira na esfera comercial.

O aumento das reservas internacionais não serve de evidência empírica de redução da vulnerabilidade externa brasileira, uma vez que esse fenômeno ocorreu basicamente devido ao ingresso de capitais de curto prazo. Uma análise mais profunda evidenciou a deterioração do perfil do passivo externo brasileiro. A piora do perfil do passivo externo acompanhada de forte crescimento do passivo externo de curto prazo mantém a economia brasileira em uma situação de elevada vulnerabilidade externa estrutural, fato que pode ser observado pela forte desvalorização cambial enfrentada pela economia brasileira no último trimestre de 2008.

---

<sup>40</sup> Maior crescimento desde o fim da década de 1960 e início da década de 1970, período em que o Brasil viveu o chamado Milagre Econômico Brasileiro.

Filgueiras e Gonçalves (2007) argumentam que a melhora observada nas contas externas brasileiras era um fenômeno predominantemente conjuntural, associado ao cenário internacional favorável. Segundo os autores, apesar da melhora dos indicadores de vulnerabilidade externa conjuntural, ocorria simultaneamente um processo de aumento da vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira. Essa monografia corrobora a análise desenvolvida por Filgueiras e Gonçalves (2007). O Brasil não aproveitou o cenário internacional favorável para reduzir sua vulnerabilidade externa estrutural que permanece elevada.

A conclusão deste trabalho implica na aceitação da hipótese de pesquisa de que o Brasil apresenta elevada vulnerabilidade externa estrutural.



## BIBLIOGRAFIA:

BAUMANN, R.; CANUTO, O.; GONÇALVES, R. . *Economia Internacional: Teoria e Experiência Brasileira*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2004.

CARVALHO M. A., SILVA C. R. L. Mudanças na pauta das exportações agrícolas brasileiras. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, vol 46, n° 1 janeiro-março 2008, p. 53-73.

\_\_\_\_\_. Vulnerabilidade do comércio agrícola brasileiro. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, vol 43, n° 1 janeiro-março 2005, p. 9-28.

FERRARI FILHO F.; PAULA L. F. Regime cambial, conversibilidade da conta capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China. In: SICSÚ J., FERRARI FILHO (Orgs). *Câmbio e Controle Capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Editora Campus, p.184-221, 2006.

FILGUEIRAS, L.; GONÇALVES, R. *A Economia Política do Governo Lula*. Rio de Janeiro: Editora Contraponto, 2007.

FREITAS, F.; SERRANO, F. O Supermultiplicador Sraffiano e o Papel da Demanda Efetiva nos Modelos de Crescimento, *Circus*, v.1 n.1 Grupo Luján, Buenos Aires, 2007.

GALA, P.; MORI, R. Sobre os Impactos do Nível do Câmbio Real na Formação Bruta de Capital Fixo, no Produto Potencial e no Crescimento. In: MICHEL R., CARVALHO L. (Orgs). *Crescimento Econômico: Setor Externo e Inflação*. Rio de Janeiro: Editora IPEA, p.87-103, 2009.

GONÇALVES, R. Exportação de Bovino Vivo: Problemas, Riscos e Soluções, *mimeografia*, IE-UFRJ, 2008.

\_\_\_\_\_. Vulnerabilidade Externa e Crise Econômica no Brasil, *Revista Inscrita* , Rio de Janeiro, v. 8, p. 11-20, 2009.

<http://data.bls.gov/cgi-bin/surveymost>. Acesso em 2 de Dezembro de 2009.

<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p&id=ecoimphist>. Acesso em 26 de Junho de 2009.

IEDI. A Evolução da Estrutura Industrial. *Carta IEDI*, N°326, 2008.

JAYME JR. F.G.; RESENDE M. F. C. Crescimento Econômico e Restrição Externa: Teoria e Experiência Brasileira. In: MICHEL R., CARVALHO L. (Orgs). *Crescimento Econômico: Setor Externo e Inflação*. Rio de Janeiro: Editora IPEA, p.8-36, 2009.

MEDEIROS, C. A. Financial Dependency and growth cycles in Latin American countries. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 31, p. 79-100, 2008.

MEDEIROS, C. A.; SERRANO, F. Padrões Monetários Internacionais e Crescimento. In: FIORI, L. (Org.). *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. Petrópolis: Editora Vozes, 1999. p. 119-151.

\_\_\_\_\_. Inserção Externa, Exportações e Crescimento no Brasil. In: FIORI, L.; MEDEIROS, C. A. (Orgs.). *Polarização Mundial e Crescimento*. Petrópolis: Editora Vozes, 2001. p. 105–134.

NASSIF, L. Há Evidência de Desindustrialização no Brasil? *Texto para discussão 108*. Rio de Janeiro, 2006.

ONO F. H.; OREIRO J. L.; PAULA L. F.; SILVA G. J. C. Uma avaliação empírica da proposta de conversibilidade do real. In: SICSÚ J.; FERRARI FILHO (Orgs). *Câmbio e Controle Capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Editora Campus, p.105-124, 2006.

PREBISCH, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais. In: BIELSCHOWSKY, R (Org.). *Cinquenta anos de pensamento na CEPAL*. Volume I. Rio de Janeiro: Record, 2000. p. 69–136.

\_\_\_\_\_. Problemas teóricos e práticos do crescimento econômico. In: BIELSCHOWSKY, R (Org.). *Cinquenta anos de pensamento na CEPAL*. Volume I. Rio de Janeiro: Record, 2000. p. 179-215.

REZENDE, T. K. *A Evolução da Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira de 1981 a 2006*, monografia não publicada, IE, UFRJ, 2008.

RIBEIRO J. F. e all. Coeficientes de comércio exterior da economia brasileira – 1996-2007. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, Nº 95, 2008, p.4-26.

SERRANO, F. Acumulação e Gasto Improdutivo na Economia do Desenvolvimento. In: FIORI, L.; MEDEIROS, C. A. (Orgs.). *Polarização Mundial e Crescimento*. Petrópolis: Editora Vozes, 2001. p. 135–174.

SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1995. p. 91-95.

TAVARES M. C. *Clico e Crise*. Unicamp, 1998, p.124-132.

[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br). Acesso em 26 de Junho de 2009.

## ANEXO 1

Tabela 15 - Posição Internacional de Investimento - Dados Trimestrais

Trimestre	Ativo (A)	Passivo (B)	Posição Internacional de Investimento (A-B)
Mar/02	108.067	381.561	-273.493
Jun/02	115.488	365.072	-249.584
Set/02	114.655	325.791	-211.136
Dez/02	112.901	343.432	-230.531
Mar/03	118.819	355.907	-237.088
Jun/03	125.217	382.750	-257.533
Set/03	130.265	390.052	-259.787
Dez/03	134.223	406.716	-272.493
Mar/04	137.844	408.035	-270.190
Jun/04	134.649	384.755	-250.105
Set/04	143.063	412.160	-269.097
Dez/04	148.536	446.145	-297.609
Mar/05	158.717	456.392	-297.675
Jun/05	157.757	471.516	-313.759
Set/05	162.682	516.519	-353.837
Dez/05	168.182	485.050	-316.868
Mar/06	182.703	534.996	-352.293
Jun/06	182.820	525.507	-342.688
Set/06	200.532	537.439	-336.906
Dez/06	238.924	607.735	-368.812
Mar/07	272.962	651.389	-378.428
Jun/07	323.329	760.120	-436.792
Set/07	345.140	850.949	-505.809
Dez/07	369.876	920.284	-550.408
Mar/08	390.608	924.632	-534.024
Jun/08	403.996	1.039.122	-635.126
Set/08	423.638	838.752	-415.115
Dez/08	412.790	691.588	-278.798

Dados em US\$ milhões.

Fonte: Banco Central.

Elaboração própria.

Tabela 16 - RI, PECP e Câmbio

Mês	Reservas Internacionais	PECP	Taxa de câmbio - R\$ / US\$ - Último Dia Útil do Período
Mar/02	36.721	60.308	2,3236
Jun/02	41.999	58.382	2,8444
Set/02	38.381	48.622	3,8541
Dez/02	37.823	50.510	3,5333
Mar/03	42.335	50.409	3,3757
Jun/03	47.956	50.370	2,872
Set/03	52.675	51.012	2,9234
Dez/03	49.296	59.884	2,8892
Mar/04	51.612	59.948	2,9086
Jun/04	49.805	56.152	3,1075
Set/04	49.496	60.165	2,8586
Dez/04	52.935	67.728	2,6544
Mar/05	61.960	75.550	2,6662
Jun/05	59.885	75.980	2,3504
Set/05	57.008	88.623	2,2222
Dez/05	53.799	92.172	2,3407
Mar/06	59.824	113.006	2,1724
Jun/06	62.670	113.342	2,1643
Set/06	73.393	117.942	2,1742
Dez/06	85.839	146.919	2,138
Mar/07	109.531	179.129	2,0504
Jun/07	147.101	233.499	1,9262
Set/07	162.962	264.335	1,8389
Dez/07	180.334	294.349	1,7713
Mar/08	195.232	298.170	1,7491
Jun/08	200.827	352.395	1,6077
Set/08	206.494	274.262	1,9143
Dez/08	193.783	220.574	2,337

PECP e RI, dados em US\$ milhões.

Fonte: Banco Central e Ipeadata.

Elaboração própria.

Tabela 17

Variação Percentual Sobre o Período Anterior				
	Taxa de Câmbio	PEB	PEL	PECP
Mar/02	0,14	2,55	3,21	4,59
Jun/02	22,41	-4,32	-8,74	-3,19
Set/02	35,50	-10,76	-15,40	-16,72
Dez/02	-8,32	5,41	9,19	3,88
Mar/03	-4,46	3,63	2,84	-0,20
Jun/03	-14,92	7,54	8,62	-0,08
Set/03	1,79	1,91	0,88	1,28
Dez/03	-1,17	4,27	4,89	17,39
Mar/04	0,67	0,32	-0,85	0,11
Jun/04	6,84	-5,71	-7,43	-6,33
Set/04	-8,01	7,12	7,59	7,15
Dez/04	-7,14	8,25	10,60	12,57
Mar/05	0,44	2,30	0,02	11,55
Jun/05	-11,84	3,31	5,40	0,57
Set/05	-5,45	9,54	12,77	16,64
Dez/05	5,33	-6,09	-10,45	4,00
Mar/06	-7,19	10,30	11,18	22,60
Jun/06	-0,37	-1,77	-2,73	0,30
Set/06	0,46	2,27	-1,69	4,06
Dez/06	-1,66	13,08	9,47	24,57
Mar/07	-4,10	7,18	2,61	21,92
Jun/07	-6,06	16,69	15,42	30,35
Set/07	-4,53	11,95	15,80	13,21
Dez/07	-3,68	8,15	8,82	11,35
Mar/08	-1,25	0,47	-2,98	1,30
Jun/08	-8,08	12,38	18,93	18,19
Set/08	19,07	-19,28	-34,64	-22,17
Dez/08	22,08	-17,55	-32,84	-19,58

Fonte: Banco Central e Ipeadata.

Elaboração  
própria.

Tabela 18 - Posição Internacional de Investimento - Valores Trimestrais

	PEB	PEL	PECP
Mar/02	381.561	273.493	60.308
Jun/02	438.509	299.790	70.126
Set/02	523.467	339.244	78.124
Dez/02	499.144	335.054	73.411
Mar/03	487.294	324.612	69.018
Jun/03	430.570	289.709	56.663
Set/03	436.035	290.414	57.026
Dez/03	433.011	290.110	63.755
Mar/04	436.175	288.824	64.083
Jun/04	436.293	283.608	63.674
Set/04	422.150	275.620	61.623
Dez/04	417.071	278.215	63.314
Mar/05	427.792	279.021	70.816
Jun/05	385.274	256.371	62.083
Set/05	400.811	274.572	68.770
Dez/05	385.311	251.711	73.219
Mar/06	394.912	260.048	83.417
Jun/06	386.646	252.135	83.392
Set/06	391.350	245.327	85.882
Dez/06	426.402	258.767	103.082
Mar/07	439.705	255.449	120.917
Jun/07	482.140	277.055	148.107
Set/07	508.331	302.155	157.906
Dez/07	525.916	314.542	168.212
Mar/08	526.120	303.862	169.660
Jun/08	552.374	337.619	187.325
Set/08	526.478	260.564	172.152
Dez/08	505.077	203.611	161.088

Dados em US\$ milhões constantes de Março de 2002.

Fonte: Banco Central.

Elaboração própria.

Tabela 19 - Posição Internacional de Investimento Como Proporção do PIB

Ano	PEB/PIB	PEL/PIB	PECP/PIB
2002	70,71%	48,97%	10,69%
2003	67,92%	45,54%	10,00%
2004	64,26%	42,96%	9,62%
2005	52,80%	34,84%	9,07%
2006	50,17%	31,48%	10,98%
2007	57,29%	34,46%	16,54%
2008	51,14%	26,31%	16,34%

Fonte: Banco Central.

Elaboração própria.